

SÉBASTIEN THEVOUX-CHABUEL

LES QUALITÉS DE LA « QUALITÉ » ET L'UTILISATION DES CRITÈRES ESG DANS LE CADRE DE L'INVESTISSEMENT

1^{RE} PARTIE



Sébastien Thevoux-Chabuel
Analyste / Gérant ESG

La notion de « *qualité* » est centrale chez Comgest. Pourquoi ? Parce qu'en tant qu'investisseur « croissance », ce souci de la qualité est une approche qui permet d'accroître nos chances de trouver des entreprises qui dépasseront les attentes de croissance bénéficiaire du consensus.

Mais qu'est-ce que la *qualité* ? Comme l'a formulé récemment mon collègue Peter Shapiro¹, « *la qualité est, par nature, un concept qualitatif* ». Il me semble aussi que la mesure de la qualité ne doit pas se limiter à des instruments grossiers et approximatifs comme l'écart-type des prévisions bénéficiaires, le ratio dette nette/EBITDA ou même, de façon un peu plus sophistiquée, le score de Piotroski². Peter réaffirme cependant que « ce sont les avantages concurrentiels durables d'une entreprise qui en font la qualité » et que celle-ci peut être mesurée au moyen du ROIC. Si je le rejoins sur l'essentiel, j'ajouterais que « *les avantages concurrentiels durables d'une entreprise sont déterminés par la qualité de celle-ci* ». On voit donc à quel point les aspects financiers et extra-financiers peuvent être interdépendants, ce qui nous a conduits chez Comgest à intégrer les critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) non seulement à notre processus d'investissement, mais aussi à notre cadre de valorisation.

Dans ce *White Paper*, je tenterai d'expliquer la qualité, tout en présentant les méthodes ESG qui peuvent servir à la mesurer. La 1^{re} partie de ce *White Paper* offrira un socle théorique que la 2^e partie se proposera de mettre en pratique au moyen d'études de cas. Mais tout d'abord, un avertissement : premièrement, toutes les entreprises dans lesquelles nous investissons ne possèdent pas l'ensemble des « *caractéristiques de la Qualité* » présentées ci-après ; deuxièmement, la difficulté que revêt la définition de la qualité tient au fait qu'il s'agit, à l'instar de la beauté, d'un concept éminemment subjectif. Il est donc possible d'affirmer qu'en définitive, « *la qualité est une affaire de point de vue* »³.

La qualité apparaît lorsque l'objectif se confond avec le besoin de solution

Selon le Merriam-Webster, la définition de la qualité est brouillée par la pluralité des significations du terme. Pour tenter de rester aussi simple que possible, nous dirons que deux grandes idées véhiculent la notion de qualité : il s'agit, d'un côté, d'une *caractéristique essentielle* et, d'un autre côté, d'un *degré d'excellence*. De manière moins aride qu'un dictionnaire, mais tout aussi éclairante, l'UNESCO affirme pour sa part que : « *la qualité mesure l'adéquation à l'usage prévu* ». Une troisième définition, proposée par l'American Society of Quality, renvoie à « *la recherche de solutions contribuant aux succès, permettant de s'acquitter de ses responsabilités et satisfaisant des besoins énoncés ou implicites* ». Du latin « *qualis* », qui signifie « *de quelle sorte* », le terme de qualité, appliqué à une entreprise, peut

¹Peter Shapiro. « Qualité et croissance : analyse de l'approche de Comgest » (<http://bit.ly/1TOBLSZ>).

²Investopedia. « Piotroski Score » (<http://bit.ly/1SyHV3W>).

³Pour mieux comprendre la « qualité », citons les ouvrages de Robert Pirsig, *Lila* (1991) et *Traité du zen et de l'entretien des motocyclettes* (2006), où il écrit : « Le processus d'explication philosophique est un processus analytique (...) qui décompose les choses en sujets et en prédicats. Ce que je désigne (...) sous le nom de "qualité" ne peut être décomposé en sujets et en prédicats. Non pas parce que la qualité serait mystérieuse, mais justement parce qu'elle est simple, immédiate et directe. » J'ajouterais que la meilleure définition de la qualité m'a été donnée par ma grand-mère : « je la reconnais quand je la vois » !

— La notion de « qualité » est au cœur de notre activité de Comgest

— La qualité est, par nature, un concept qualitatif

SÉBASTIEN THEVOUX-CHABUEL

LES QUALITÉS DE LA « QUALITÉ »ET L'UTILISATION DES CRITÈRES ESG DANS LE CADRE DE
L'INVESTISSEMENT**1^{RE} PARTIE**

— Les avantages concurrentiels durables d'une entreprise sont déterminés par la qualité de celle-ci

renvoyer à la singularité de celle-ci ainsi qu'à son objectif propre ET à sa capacité à atteindre ce dernier au sein de son écosystème social. Lorsque nous parlons, chez Comgest, de la « *capacité de fixation des prix* », de la visibilité des résultats ou de l'exceptionnelle franchise commerciale d'une entreprise, nous évoquons assurément la qualité de cette dernière, laquelle dépend largement de la pertinence de sa finalité propre.

Afin d'avancer un peu plus dans notre réflexion, arrêtons-nous à présent sur les deux questions suivantes, posées par Peter Drucker⁴ dans les années 1950 : « *qu'est-ce qu'une entreprise* » et « *quelle est la responsabilité d'une entreprise* » ? Selon P. Drucker, « *la véritable "responsabilité sociale" d'une entreprise est de (...) transformer un problème social en une opportunité commerciale créant un bénéfice économique pour ses clients, des compétences humaines et un travail bien rémunéré pour ses salariés, et une richesse durable pour ses actionnaires.* » Il s'agit d'un concept très simple mais puissant et, lorsque l'entreprise y parvient, la pertinence de sa finalité commence à apparaître. P. Drucker explique ensuite qu'une entreprise se définit par sa finalité, qui consiste à créer de l'utilité sociale par l'innovation et la différenciation. L'innovation permet de trouver des solutions à des problèmes sociaux tandis que la différenciation rend possible l'opportunité commerciale et la création de valeur actionnariale.

— L'innovation permet de trouver des solutions à des problèmes sociaux tandis que la différenciation garantit l'opportunité commerciale

Pourquoi la différenciation garantit-elle l'opportunité commerciale ? Parce que, comme l'a souligné le naturaliste Gregory Bateson, « *la perception humaine est fondamentalement basée sur la différence* »⁵. Pour monétiser la solution à un problème, une entreprise doit y être clairement, durablement et distinctement associée. La concurrence ne fait pas rage sur le marché, mais dans l'esprit des clients. Les questions fondamentales à poser sont les suivantes : quelle est la raison d'être de cette entreprise ? En quoi le monde serait différent si elle n'existait pas ? Quelle est la singularité de son architecture sociale et organisationnelle ? Dans quel domaine excelle-t-elle et est-elle utilisée ? Parvenir à cette essence et à ce niveau d'abstraction nous permet d'évaluer la qualité d'une entreprise et d'appréhender la singularité de son utilité sociale et de son processus opérationnel. Nous dirions qu'il est impossible de connaître ou de garantir la qualité d'une entreprise si, en premier lieu, nous ne comprenons pas sa finalité ni le degré d'adéquation durable entre cette finalité et certains des besoins et désirs les plus profonds de la société civile. Seule cette compréhension permet de déterminer et d'évaluer la pertinence d'une entreprise vis-à-vis de ses clients existants et potentiels.

Par exemple, la finalité propre de L'Oréal (qui est d'être « *au service de la beauté pour tous* ») est tout aussi pertinente aujourd'hui qu'à sa création en 1909. Pour reprendre les arguments de mon collègue Peter, pourquoi et comment une marque serait-elle la source d'une plus grande fidélité et capacité de fixation des prix sinon par ses engagements implicites et le fait qu'elle revêt une signification particulière auprès de ses clients ? Dans le cas de L'Oréal, la marque sous-entend que toute femme ou tout homme peut aspirer à paraître plus jeune et plus séduisant pendant plus longtemps grâce aux efforts constants des scientifiques du département

⁴Peter Drucker. *Management*. HarperBusiness ; édition révisée (22 avril 2008).

⁵Gregory Bateson. *Steps to an Ecology of Mind: Collected Essays in Anthropology, Psychiatry, Evolution, and Epistemology*. University of Chicago Press (10 mars 2000).

SÉBASTIEN THEVOUX-CHABUEL

LES QUALITÉS DE LA « QUALITÉ »

ET L'UTILISATION DES CRITÈRES ESG DANS LE CADRE DE L'INVESTISSEMENT

1^{RE} PARTIE

R&D de l'entreprise.

Une approche orientée client offre des avantages concurrentiels puissants et durables

Certaines entreprises présentent une grande utilité sociale jusqu'au jour où les problèmes ou désirs de la société auxquels elles cherchent à répondre commencent à changer et à être mieux pris en charge par une nouvelle innovation. La pertinence d'une entreprise au sein de son écosystème social peut être éphémère ou durable. Ce que le client pense acheter (là où il voit de la valeur) joue un rôle décisif. Cela détermine l'essence de l'entreprise, ce qu'elle produit, et sa croissance ou son déclin. En fait, ce que le client achète et ce à quoi il prête de la valeur n'est jamais un produit. *Il s'agit toujours d'une utilité perçue, c'est-à-dire de ce que le produit ou le service acheté peut lui apporter.* La qualité d'un produit ou d'un service ne découle pas du travail de l'entreprise : elle tient au bénéfice que le client tire de ce produit ou de ce service, et au prix qu'il est prêt à payer. C'est la raison pour laquelle l'industrie du logiciel est particulièrement rentable. L'orientation client d'une entreprise revêt une importance absolument essentielle dans l'évaluation de la qualité pour une autre raison : la pertinence de la finalité de l'entreprise diminuera inévitablement à un moment donné et seul un souci constant du client lui permettra d'anticiper cette évolution et peut-être de trouver les moyens de s'adapter et de faire évoluer sa raison d'être afin qu'elle reste pertinente. Par conséquent, la question fondamentale que doivent se poser l'entreprise et ses actionnaires axés sur la croissance de qualité n'est pas « comment se porte notre entreprise », mais « quelle devrait être la finalité de notre entreprise compte tenu de l'évolution, ou de la non-satisfaction, des besoins de nos clients ». Comme l'a dit un jour le fondateur de Wal-Mart, Sam Walton, « il n'y a qu'un seul patron : le client. Et il peut licencier tout le monde dans l'entreprise, depuis le président jusqu'au dernier salarié, en allant tout simplement dépenser son argent ailleurs. » Le monde, et en particulier l'avenir étant en changement constant, l'investissement axé sur la croissance comporte des risques que très peu d'outils peuvent réduire. Bien comprendre la véritable « Qualité » d'une entreprise en est assurément un.

Assez souvent, une vision claire de la finalité d'une entreprise peut valider ou infirmer la pertinence et la différenciation de celle-ci et donc, sa qualité. Si l'entreprise n'est pas capable de formuler clairement sa finalité et ce en quoi elle se différencie des autres, il est probable qu'elle ne parviendra pas à se faire accepter, voire désirer. En outre, elle ne s'adaptera pas non plus aisément aux évolutions de l'environnement car pour comprendre où soufflent les vents du changement, l'entreprise doit être en relation avec ses clients et prendre soin de ceux-ci à tous les niveaux de son organisation. Il est en effet plus facile pour une entreprise d'attirer les clients lorsque ceux-ci valorisent sa finalité et vice-versa, les deux se renforçant en formant un cercle vertueux.

« Il n'y a qu'un seul patron : le client. Et il peut licencier tout le monde dans l'entreprise, depuis le président jusqu'au dernier salarié, en allant tout simplement dépenser son argent ailleurs. »

-Sam Walton, le fondateur de Wal-Mart

Raison d'être, singularité, pertinence et

— Les questions fondamentales à poser sont les suivantes :

- Quelle est la raison d'être de cette entreprise ?
- En quoi le monde serait différent si elle n'existait pas ?
- Quelle est la singularité de son architecture sociale et organisationnelle ?
- Dans quel domaine excelle-t-elle et est-elle utilisée ?

SÉBASTIEN THEVOUX-CHABUEL

LES QUALITÉS DE LA « QUALITÉ »

ET L'UTILISATION DES CRITÈRES ESG DANS LE CADRE DE L'INVESTISSEMENT

1^{RE} PARTIE

- **L'orientation client d'une entreprise revêt une importance absolument essentielle dans l'évaluation de la qualité : la pertinence de la finalité de l'entreprise diminuera inévitablement à un moment donné, et seul un souci constant du client lui permettra d'anticiper cette évolution et peut-être de trouver les moyens de s'adapter et de faire évoluer sa finalité afin qu'elle reste pertinente**

caractère font la différence, parmi les produits, marques ou entreprises, entre ceux qui captent l'esprit du temps avant de disparaître et ceux qui trouvent durablement leur place dans la société - différence que cherche précisément à établir notre approche de l'investissement axé sur la croissance de qualité. Les êtres humains se différencient des autres espèces vivantes notamment par leur quête insatiable de finalité et de sens. Un monde qui ne fait pas sens est source d'inquiétude et rapidement, de démotivation, puis de désespoir et de maladie⁶. Un individu ayant une meilleure conscience de sa raison d'être (à hauteur d'un écart-type) que la personne moyenne réduit semble-t-il son risque de décès de 15 % sur les 14 années suivantes, selon des recherches scientifiques⁷.

Ancrer la finalité de l'entreprise est le devoir de ses dirigeants et permet une meilleure gouvernance

La finalité et les valeurs qui accompagnent la qualité assurent généralement à l'entreprise un avenir et une visibilité à long terme, non seulement à l'extérieur, auprès des clients, mais aussi à l'intérieur, aux yeux de ses salariés. La plupart des grandes entreprises tendent à oublier pourquoi elles existent et voient leur culture s'affaiblir sous le poids des processus, des contrôles et de la bureaucratie. Cette tendance est d'autant plus prononcée chez celles qui ont connu de grandes opérations de fusion et acquisition, au fil desquelles leur *raison d'être* peut disparaître sur fond de choc des cultures. Dans un monde en constante mutation, les start-ups parviennent généralement mieux que les grandes entreprises à définir leur *raison d'être* afin de capter l'*esprit du temps* et de créer de nouvelles catégories de produits et services qui font sens et répondent aux besoins de la société. Notons que cela constitue une évidence pour les investisseurs en capital-risque, qui visent un horizon de long terme et font face aux risques de disparition et de liquidité. Ces questions sont en revanche nettement moins courantes chez les gérants de portefeuilles d'actions. L'investisseur en capital-risque et fondateur de Business Objects, Bernard Liautaud, a récemment déclaré lors d'un entretien :

« Selon moi, les grands leaders se distinguent à trois niveaux. D'abord, ils fixent une direction claire ou donnent une boussole à l'entreprise et veillent à ce que chacun sache quelles sont la mission générale et la finalité de l'entreprise. Ainsi, les salariés peuvent se faire leur propre idée de l'objectif à poursuivre sans que quelqu'un d'autre ait besoin de leur dire quoi faire tous les jours. Ensuite, ils sont à même de tirer le meilleur de ceux qui les entourent en les motivant et en les incitant à faire des choses extraordinaires, même quand ces personnes ne pensaient pas en être capables. Et enfin, les bons leaders doivent être exemplaires en toutes circonstances. »

Avoir une finalité a un mérite, celui d'aider les autres à se dépasser, à repousser leurs limites. On prête à Nietzsche le mot suivant : « celui qui a un pourquoi qui lui tient lieu de but, peut vivre avec presque n'importe quel comment ». Ce principe s'applique aussi bien aux individus qu'aux entreprises. La difficulté est que cette finalité doit être sincère et authentique pour pouvoir fonctionner. Elle doit participer de la raison d'être de l'entreprise, sous peine de susciter cynisme, désengagement et

⁶Viktor Frankl. *Man's Search for Meaning*. Beacon Press (2006).

⁷Hill & Turiano. *Purpose in Life as a Predictor of Mortality across Adulthood*, Psychological Science (2014).

SÉBASTIEN THEVOUX-CHABUEL

LES QUALITÉS DE LA « QUALITÉ »

ET L'UTILISATION DES CRITÈRES ESG DANS LE CADRE DE L'INVESTISSEMENT

 1^{RE} PARTIE

— Les grands leaders se distinguent à trois niveaux :

- Ils fixent une direction claire et veillent à ce que chacun sache quelles sont la mission générale et la finalité de l'entreprise
- Ils sont à même de tirer le meilleur de ceux qui les entourent en les motivant et en les incitant à faire des choses extraordinaires
- Les bons leaders sont des exemples à suivre

Bernard Liautaud, Investisseur en capital-risque et fondateur de Business Objects

— Les motivations intrinsèques sont un moteur beaucoup plus puissant de dépassement de soi que les motivations externes



défiance. La finalité ne devrait jamais venir se greffer a posteriori sur la stratégie de l'entreprise. Surtout, elle est spécifique à l'entreprise et dépend de la trajectoire de celle-ci. Elle doit émaner de l'histoire de l'entreprise et de l'héritage de son fondateur, et non pas être l'invention soudaine d'un PDG cherchant à en exploiter l'attrait commercial à court terme.

En matière d'innovation, des décennies de recherche en psychologie ont montré de manière convaincante que les motivations intrinsèques sont un moteur beaucoup plus puissant de dépassement de soi que les motivations externes. Les objectifs intrinsèques sont liés à un intérêt personnel, ou au plaisir d'accomplir une tâche ou de parvenir à un résultat, tandis que les motivations externes s'appuient sur la performance d'une activité pour produire un bénéfice extérieur (obtenir une récompense financière ou éviter une sanction). Plus précisément, les motivations intrinsèques tendent à produire de meilleurs résultats pour les tâches « heuristiques », comme la gestion d'une entreprise, que pour les tâches « algorithmiques », dans lesquelles on suit strictement une série d'instructions préétablies jusqu'à la conclusion du processus. Les tâches heuristiques impliquent essais et erreurs, créativité et découverte d'une solution par soi-même ou en équipe, ce qui requiert d'être ouvert, curieux et dévoué. C'est en grande partie la raison pour laquelle les start-ups, dont les fondateurs sont prodiges en motivations intrinsèques, innovent beaucoup plus que les grandes entreprises déjà bien établies. La plupart des entreprises qui visent une forte croissance ont besoin de ce type de leaders aux motivations intrinsèques, car il est difficile de croître et cela nécessite généralement d'innover. D'après l'abondance de recherches sur ce sujet, même s'il s'était vu proposer 10 millions de dollars, Einstein n'aurait sans doute pas mieux formulé sa *Théorie de la Relativité*.

Les motivations intrinsèques requièrent trois éléments essentiels : 1) une forte dose d'autonomie, 2) un degré élevé de maîtrise des défis et 3) une idée claire de l'objectif visé. Quelqu'un a dit un jour, « si vous payez des cacahuètes, vous recruterez des singes », mais l'on serait tenté d'ajouter : « si vous payez des fortunes, vous recruterez des super-mercenaires sans aucune motivation intrinsèque ». La nécessité d'offrir des rémunérations très élevées peut être le signe de motivations essentiellement externes, la finalité de l'entreprise passant dès lors clairement au second plan. Pire encore, les entreprises où les dirigeants ne sont motivés que par leurs salaires exorbitants peuvent adopter ce genre de motivations externes vis-à-vis de tous leurs salariés (carotte et bâton), ce qui conduit ces derniers à abandonner peu à peu leurs motivations intrinsèques et à perdre de vue la finalité de l'entreprise⁸. Si toutes les entreprises ou tous les secteurs doivent selon nous trouver le bon équilibre entre ces deux types de motivations, ce n'est sans doute pas un hasard si les banques, et en particulier les banques d'investissement, ont rarement fait preuve d'orientation client et d'une vision claire de leur finalité en termes d'utilité sociale. Le paiement de bonus toujours plus élevés est devenu le seul objectif de trop nombreuses banques - en général aux dépens de leurs clients et du citoyen lambda.

En tant que garant ultime de sa « Qualité », le conseil d'administration est responsable de la raison d'être et de la culture de l'entreprise

Selon nous, le lien entre la qualité d'une entreprise, sa finalité et sa culture

⁸Bénabou, Roland et Tirole, Jean (Prix Nobel d'économie en 2014) : Bonus Culture: Competitive Pay, Screening, and Multitasking (<http://bit.ly/1MtrvslU>).

SÉBASTIEN THEVOUX-CHABUEL

LES QUALITÉS DE LA « QUALITÉ »

ET L'UTILISATION DES CRITÈRES ESG DANS LE CADRE DE L'INVESTISSEMENT

1^{RE} PARTIE**— Les motivations intrinsèques requièrent trois éléments essentiels :**

- **une forte dose d'autonomie**
- **un degré élevé de maîtrise des défis**
- **une idée claire de l'objectif visé**

— Le conseil d'administration devrait veiller à ce que la finalité propre de l'entreprise soit claire et à ce que chacun se sente motivé et responsable à son égard**— L'un des devoirs les plus importants du conseil est de cultiver voire d'ajuster, si besoin, la finalité et la culture de l'entreprise, ainsi que de veiller à ce que ces deux éléments essentiels survivent au mandat de tout PDG**

devrait être une préoccupation clé du conseil d'administration. Lors de l'établissement des objectifs et de l'évaluation des performances des cadres dirigeants, le conseil devrait veiller à ce que la finalité propre de l'entreprise soit claire et à ce que chacun se sente motivé et responsable à son égard. C'est pourquoi elle devrait être intégrée au système de gouvernance de l'entreprise⁹. Trop souvent, la question de la gouvernance se limite à l'organisation juridique des pouvoirs administratifs et de leurs contre-pouvoirs au sein de l'entreprise, ou à la relation entre mandants et agents. Une finalité bien ancrée peut permettre de gérer les coûts d'agence de façon bien plus efficace que le fait de recourir à la carotte et au bâton dans l'espoir d'atténuer ces coûts. Même si les mécanismes régulateurs ont clairement fait leurs preuves, une solution alternative pourrait consister à concevoir un système qui évite tout simplement l'apparition de ces coûts d'agence. Comme l'a dit un jour Isaac Asimov, « il est insultant de laisser entendre que seul un système de récompenses et de sanctions permet de faire de vous quelqu'un de bien »¹⁰.

Si nous reconnaissons que les mécanismes régulateurs sont nécessaires à l'instauration d'un système de gouvernance efficace, l'importance du rôle du conseil d'administration apparaît encore plus clairement si sa mission consiste en fait à optimiser le niveau d'autonomie consenti aux dirigeants pour cultiver leurs motivations intrinsèques. Les responsabilités du conseil d'administration deviennent cruciales lorsqu'il doit déterminer les progrès et l'apprentissage que les dirigeants doivent accomplir aux plans individuel et collectif et le niveau d'appétit pour le risque que l'entreprise devrait avoir en fonction des circonstances. Enfin, l'un des devoirs les plus importants du conseil est de cultiver voire d'ajuster, si besoin, la finalité et la culture de l'entreprise, ainsi que de veiller à ce que ces deux éléments essentiels survivent au mandat de tout PDG. Faire en sorte que les dirigeants aient les meilleures motivations intrinsèques à remplir leurs fonctions et une éthique professionnelle irréprochable dans l'exercice de celles-ci sera toujours plus efficace qu'un système fondé uniquement sur des récompenses et des sanctions financières. Robert Pirsig aurait dit que les dirigeants et les administrateurs doivent « faire attention »¹¹ et se sentir concernés. Ils doivent faire attention aux clients, aux salariés et aux actionnaires. C'est l'une des principales raisons pour lesquelles les entreprises familiales surperforment généralement les entreprises à l'actionnariat dispersé, où les administrateurs et les dirigeants n'ont souvent pas d'attachement ou de lien avec l'entreprise, ni de véritable compréhension de sa finalité ou de sa culture¹².

Une finalité pleinement intégrée à la culture de l'entreprise favorise une croissance de qualité grâce à l'innovation et à la confiance

Pour les grandes entreprises, le meilleur moyen de conserver ce degré élevé de finalité et de différenciation consiste généralement à entretenir une solide culture d'entreprise. Si cette dernière est robuste, les salariés, les plus récents comme les plus anciens, peuvent rapidement prendre des

⁹Pour une introduction formelle complète à cette idée de gouvernance fondée sur la finalité, écouter le discours du Professeur Colin Mayer de la Saïd Business School à l'Université d'Oxford : *Reinventing the Corporation* (<http://bit.ly/1yLGF37> ; 2015).

¹⁰Bill Moyers. Isaac Asimov on His Faith in the Power of Human Reason (<http://bit.ly/1AphmMk> ; 17 octobre 1988).

¹¹Selon Robert Pirsig, « l'attention et la qualité sont les volets interne et externe d'une même chose. Un individu qui perçoit la qualité et la ressent dans son travail est un individu attentif. Un individu attentif à ce qu'il voit et à ce qu'il fait est quelqu'un qui présente nécessairement une certaine qualité. »

¹²EHDEC Business School. *Family Firms and Performance: Where Do We Stand?* (<http://bit.ly/23DCrVs>).

SÉBASTIEN THEVOUX-CHABUEL

LES QUALITÉS DE LA « QUALITÉ »

ET L'UTILISATION DES CRITÈRES ESG DANS LE CADRE DE L'INVESTISSEMENT

1^{RE} PARTIE

— **Au stade précoce de leur développement, les entreprises façonnent généralement leur personnalité et ancrent leur finalité au cœur de leur culture. Alors seulement, la culture de l'entreprise peut assurer le maintien de sa finalité, malgré les arrivées et départs des membres de l'organisation**

décisions et mettre en œuvre les plans d'action parce qu'ils ont une idée claire de la manière dont « les choses » doivent se passer et pourquoi. De fait, la culture d'entreprise n'est rien de plus qu'une série de valeurs morales, de normes sociales et de convictions implicites véhiculées par l'entreprise quant aux comportements à adopter et à éviter dans le cadre de ses activités. La culture d'entreprise façonne ces décisions et comportements au travers d'un socle de principes partagé par tous ses membres, qui en ont une compréhension implicite au moyen de codes verbaux et non verbaux. Si la culture d'entreprise est solide, une défaillance de comportement de la part d'un salarié n'a pas besoin d'être identifiée et sanctionnée par son responsable hiérarchique : ses collègues condamneront naturellement cette attitude et excluront l'individu de leur groupe en raison du risque qu'il fait peser sur leur intégrité et leur éthique. La culture d'entreprise détermine l'orientation client, les normes de responsabilité, la tolérance aux manquements déontologiques ainsi que des notions clés comme le respect, la méritocratie, l'adaptabilité et la réciprocité. En outre, un environnement où l'on « fait ce qu'il faut » contribue au développement naturel d'un lien de confiance méritée¹³.

— **Notre expérience montre qu'il est capital pour un investisseur d'évaluer cette culture d'entreprise, car elle a un impact considérable sur la capacité de l'entreprise à transformer ses ressources en profits**

Nombre de choix effectués par le fondateur de l'entreprise dans les premiers instants déterminent rapidement la manière dont l'organisation va forger sa culture, tandis que divers mécanismes de rétroaction renforcent ce qui fonctionne et éliminent ce qui ne fonctionne pas. C'est pourquoi l'étude des débuts d'une entreprise est essentielle pour saisir la singularité de sa culture, comme le montre le processus de recherche mis en œuvre par Comgest. Ainsi, comprendre L'Oréal tel qu'il est aujourd'hui nécessite d'analyser les différentes étapes franchies par Eugène Schueller dans les années 1920. À ce stade précoce de leur développement, les entreprises façonnent généralement leur personnalité et ancrent leur finalité au cœur de leur culture. Alors seulement, la culture de l'entreprise peut assurer le maintien de sa finalité, malgré les arrivées et départs des membres de l'organisation. Notre expérience montre qu'il est capital pour un investisseur d'évaluer cette culture d'entreprise, car elle a un impact considérable sur la capacité de l'entreprise à transformer ses ressources en profits. Ainsi, certaines entreprises ont la culture de l'engagement et du respect des engagements. Chez Gemalto ou Novo Nordisk, par exemple, il est anormal et mal vu de ne pas s'engager ou de ne pas respecter ses engagements. D'autres entreprises, comme L'Oréal, ont une culture de l'innovation et n'ont de cesse de se remettre en question et de se réinventer.

— **Il faut engager des personnes qui partagent vos convictions et qui ont envie de résoudre les problèmes de clients partageant également ces valeurs**

Prenons l'exemple d'une entreprise ayant une idée claire de sa finalité et dont la culture est solide. Elle se compose d'un groupe d'individus aux motivations intrinsèques, qui ont en commun la faculté exceptionnelle de produire de véritables innovations grâce à une confiance mutuelle. La confiance entre êtres humains est apparue lorsque l'espèce a dû trouver à manger et protéger son habitat, ce qui a conduit l'homo sapiens à développer un sens de l'intérêt collectif fondé sur un objectif commun et des règles communes. Pour partir chasser le mammoth, il fallait pouvoir compter sur ses congénères pour prendre soin de sa femme et de ses enfants. Sans confiance, personne n'aurait pris de risque. Sans risque,

¹³Henri Ford semble avoir fait preuve de perspicacité dans sa définition de la qualité : « la qualité, c'est faire les choses correctement quand personne n'est là pour le voir ». Henry Ford. *Today and Tomorrow*. Doubleday, Page and Co. (1926).

SÉBASTIEN THEVOUX-CHABUEL LES QUALITÉS DE LA « QUALITÉ » ET L'UTILISATION DES CRITÈRES ESG DANS LE CADRE DE L'INVESTISSEMENT

1^{RE} PARTIE



Sébastien Thevoux-Chabuel
Analyste / Gérant ESG

Sébastien Thévoux-Chabuel a rejoint Comgest en 2013 où il occupe la fonction d'analyste-gérant ESG, chargé de la couverture des marchés développés (dont l'Europe et les États-Unis), des rencontres et du dialogue avec les directions d'entreprise aux côtés des analystes-gérants, et de la préparation de rapports ESG approfondis. Il est également membre du comité de rédaction des White Papers de Comgest. Sébastien a débuté sa carrière en tant qu'analyste « buy-side » à la Deutsche Bank en 1998, avant d'être nommé gérant de portefeuille chez BFT Gestion (Groupe Crédit Agricole). Il a ensuite intégré Oddo Securities, d'abord au poste d'analyste du secteur technologique, puis en tant qu'analyste ISR, un poste qu'il a occupé durant cinq ans, avant de rejoindre Comgest. Il est diplômé de l'ESCP Paris (1997) et titulaire d'un DESS d'ingénierie financière de l'Université Paris-Sorbonne.

pas d'exploration, d'expérimentation ou de progrès de la société dans son ensemble. Il s'agit là d'un concept remarquable : seul un individu en mesure de faire confiance à la culture ou à l'organisation à laquelle il appartient peut prendre des risques personnels de « carrière » pour faire progresser cette culture ou organisation. C'est ce qui conditionne généralement l'innovation et manque à la plupart des grandes entreprises qui ont perdu le sens de leur finalité et leurs valeurs. Ce ne sont pas les produits ou services passés qui assurent la cohésion d'une entreprise. Ce ne sont pas sa taille, sa marque, son budget de R&D ou son assise financière qui la rendent innovante. C'est sa culture : les convictions et valeurs solidement partagées par tous, du PDG au personnel d'accueil. Pour assurer le développement de la qualité, il ne suffit pas de recruter des individus qui présentent les compétences nécessaires, ni de convaincre les consommateurs qui ont de l'argent à dépenser. Il faut engager des personnes qui partagent vos convictions et qui ont envie de résoudre les problèmes de clients partageant également ces valeurs.

Pour en revenir à mes observations liminaires, je pense que mon collègue Peter a tout à fait raison de dire que la qualité existante d'une entreprise est déterminée par ses avantages concurrentiels. Cependant, j'ajouterais que la qualité future d'une entreprise est mieux appréhendée à la lumière des petites évolutions de sa finalité et de sa capacité à les traduire, grâce à sa culture, en opportunités commerciales. À ce stade de mon exposé, je suppose que vous vous dites, « *d'accord, mais comment parvenez-vous à évaluer la finalité et la culture des entreprises dans lesquelles vous investissez ? Ce sont des sujets trop flous, voire insaisissables pour faire l'objet d'une analyse sérieuse ou d'un usage pratique.* »

Dans une 2^e partie de ce White Paper, je tenterai de vous expliquer comment les critères ESG et l'analyse extra-financière peuvent donner corps à cette évaluation et aider les investisseurs à réaliser une estimation qualitative de la qualité d'une entreprise, sur la base de différentes méthodes et études de cas.

POUR LES INVESTISSEURS PROFESSIONNELS UNIQUEMENT

Les données de ce document sont au 31 mars 2016 sauf indication contraire.

Ce document est la propriété intellectuelle de Comgest. La reproduction ou la transmission à un tiers de tout ou partie de ce document est strictement interdite sans une autorisation écrite préalable de Comgest.

Ce document repose sur des informations obtenues auprès de sources considérées comme fiables mais ne sauraient engager la responsabilité de Comgest.

Comgest met tout en oeuvre pour vérifier les informations fournies mais aucune garantie ne peut être donnée quant à leur exactitude. Les opinions exprimées dans ce rapport sont celles du gestionnaire du fonds au moment de la préparation du document. Elles sont susceptibles d'évoluer et ne constituent pas une recommandation d'investissement.

Ce document est publié à titre d'information uniquement. Le contenu de ce document ne constitue ni une recommandation, ni une offre d'achat, ni une proposition de vente, ni une incitation à l'investissement ou à l'arbitrage. Il ne constitue en aucun cas un élément contractuel.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. La valeur des investissements peut fluctuer à la hausse comme à la baisse. Cela peut être partiellement dû aux fluctuations du taux de change des investissements ayant une exposition aux devises différente de celle de la devise de base du fonds. Les estimations peuvent ne pas se concrétiser.

Toutes références à un indice ou mesures de performances relatives sur une période de temps spécifiée sont fournies à titre indicatif uniquement. Les références à un indice n'impliquent pas que le portefeuille va réaliser des bénéfices ou avoir une volatilité similaire à celle de l'indice. La composition de l'indice ne reflète pas la composition du portefeuille. Comgest ne fournit pas de conseils fiscaux ou légaux à ses clients et tous les investisseurs sont fortement incités à consulter leur conseiller fiscal ou légal personnel en ce qui concerne leurs investissements potentiels.

Avant de prendre une décision d'investissement, les investisseurs sont incités à se renseigner sur l'horizon d'investissement et la catégorie de risque du fonds en relation avec leurs propres objectifs et contraintes. Les investisseurs doivent lire le dernier prospectus concernant le fonds, les documents des investisseurs clef et les déclarations financières disponibles dans nos bureaux et sur notre site web www.comgest.com.